

美元资金的流动，美元利率的传导

行业点评

疫情发生以来，不同的美元利率表现不同，这意味着美元流动性出现了分层现象。美元资金从上游到下游涉及到美联储、联邦基金市场、美元回购市场、离岸美元货币市场、美元资本市场。与之对应的美元利率有多种货币政策利率、联邦基金利率、回购市场利率、离岸美元利率、贷款和债券利率等。

● 美联储调控基准利率

为了应对疫情冲击，2020年3月3日、3月15日美联储共紧急降息150个基点，将FFR目标区间降至0-0.25%，与此同时，IOER、ON RRP利率分别下调至0.1%、0%。和以前不同的是，贴现窗口的一级信贷利率降至了0.25%，而不是像以前一样高于FFR目标上限。之所以这么做，一方面可以降低金融机构的融资成本，另一方面也减轻了贴现窗口的“污名效应”。此外，美联储还进行大量回购操作，隔夜回购利率为0.1%，与IOER一致。

● 在岸美元流动性分层

此次金融危机期间，FFR、OBFR比较稳定，但是SOFR波动较大。这说明银行等金融机构的流动性比较充足，同时有一些金融机构出现了流动性危机。疫情先引起市场局部恐慌，股票价格开始下跌，这导致对冲基金等资产管理机构需要补充保证金以及应对客户的赎回。然而由于法规限制以及风险偏好下降，流动性充足的银行并不愿意向对资产管理机构提供资金，这些资产管理机构只好抛售股票等各种资产，最终股价下跌和抛售资产形成负反馈。美联储及美国政府在满足上游金融机构流动性的情况下，对中下游金融机构的资金支持力度还不是很大，现在只是在次贷危机后建立的防火墙上打几个洞。金融监管以及风险偏好下降，导致流动性分层问题并没有根本解决。

● 离岸美元需求的增加

本次金融危机期间，非美资产管理机构也面临补充保证金、应对客户资金赎回，同时美国资产管理机构也有抛售海外资产弥补本土的资金需求，这样就导致美元需求增加。即使一些还没有遭受流动性危机的金融机构，也存在未雨绸缪提前增持美元现金的现象。美元指数不断走强的同时，日元、欧元和美元的货币互换基差也在扩大，这和LIBOR-OIS利差一样体现了美元的稀缺性。3月19日美联储新增和9国央行的货币互换。之后，美元指数、美元LIBOR略有回落。

● 渐行渐近的债务危机

疫情导致美国企业盈利受损、融资受限，美国企业面临巨大的债务风险，信用利差持续扩大。美国通过商业票据融资便利、一级市场企业信贷便利、二级市场企业信贷便利、财政刺激计划给与企业资金支持，缓解信用风险。美国企业的杠杆率已经很高，如果疫情严重影响企业盈利以及再融资，企业主动去杠杆，那将是经济衰退。如果疫情发展到不给企业主动去杠杆的机会，直接迫使企业被动去杠杆，这意味着经济危机的到来。即使美国能够平稳地度过这次疫情危机，处于周期之末的美国经济已是惊弓之鸟，债务危机的威胁时刻存在，稍有风吹草动，资本价格便会大幅波动。

● 风险提示：疫情引发美国企业债务危机。

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观专题：逃不开的美国经济周期

2020-03-12

宏观专题：灾难、储蓄率与资本收益率

2020-03-05

宏观专题：宏观经济影响债市的微观机制

2020-02-18

宏观专题：市场集中度如何影响资本回报率

2020-02-06

宏观专题：周期即趋势

2019-12-12

宏观专题：美国经济的几个“谜”

2019-10-31

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格

2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响

2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果

2019-07-19

宏观专题：影响债市的是哪一种物价增速

2019-06-25

宏观专题：美联储利率调控体系：挑战、展望及影响

2019-05-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的

2019-04-09

目 录

1、 美联储调控基准利率.....	3
2、 在岸美元流动性分层.....	4
3、 离岸美元需求的增加.....	5
4、 渐行渐近的债务危机.....	7

图表目录

图 1: 美元利率的传导.....	4
图 2: FFR 平稳, 但 SOFR 波动加大.....	5
图 3: 近期 TED 利差扩大.....	6
图 4: 美国企业信用风险仍较大.....	8

美元利率的传导和美元资金的流动相辅相成。疫情发生以来，不同的美元利率表现不同，这意味着美元流动性出现了分层现象。美元资金从上游到下游涉及到美联储、联邦基金市场、美元回购市场、离岸美元货币市场、美元资本市场。与之对应的美元利率有多种货币政策利率、联邦基金利率、回购市场利率、离岸美元利率、贷款和债券利率等。美元资本市场会影响美国经济增速和通胀，从而影响美联储的决策，最终美元资金的流动、美元利率的传导形成闭环。

1、美联储调控基准利率

1990 年前后美联储将货币政策中间目标由货币供应量转向利率，基准利率是联邦基金利率（Federal Funds Rate, FFR）。联邦基金的参与方是一些存款机构以及政府支持企业（GSE）。虽然基准利率一直没变，但是美联储调控利率的方式却在不断变化。

次贷危机之前，美联储主要通过公开市场操作调控 FFR。次贷危机后存款机构流动性充足，美联储公开市场操作很难精确调控 FFR，改为实施下限系统（Floor System），其中超额准备金利率（Interest Rate on Excess Reserves, IOER）是存款机构拆出资金的利率下限，隔夜逆回购协议（Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP）利率是非存款类金融机构拆出资金的利率下限。

2015 年美国经济出现见顶迹象，美国 2016 年经济增速下滑，但是 2017 年特朗普减税刺激了消费、投资，经济周期拉长。随着减税效应消退，2018 年下半年开始美国经济又显示衰退迹象，PMI 下滑，利差倒挂，股市波动加剧，实际经济增速也确实开始下降。

为了预防经济衰退，2019 年 8 月 1 日美联储开启次贷危机后的新一轮降息，将 FFR 目标区间下调 25 个基点至 2%-2.25%。实现的方法是下调 IOER 至 2.1%，同时将 ON RRP 利率下调至 2%。IOER 和 ON RRP 利率降低了，金融机构融出资金的机会成本将下降，将会在金融市场上提供更多的资金，从而拉低 FFR。不过，ON RRP 利率也不一定要和 FFR 目标下限完全一致，2019 年 9 月 19 日、10 月 31 日的降息中，ON RRP 利率都是低于 FFR 目标下限 5 个基点。

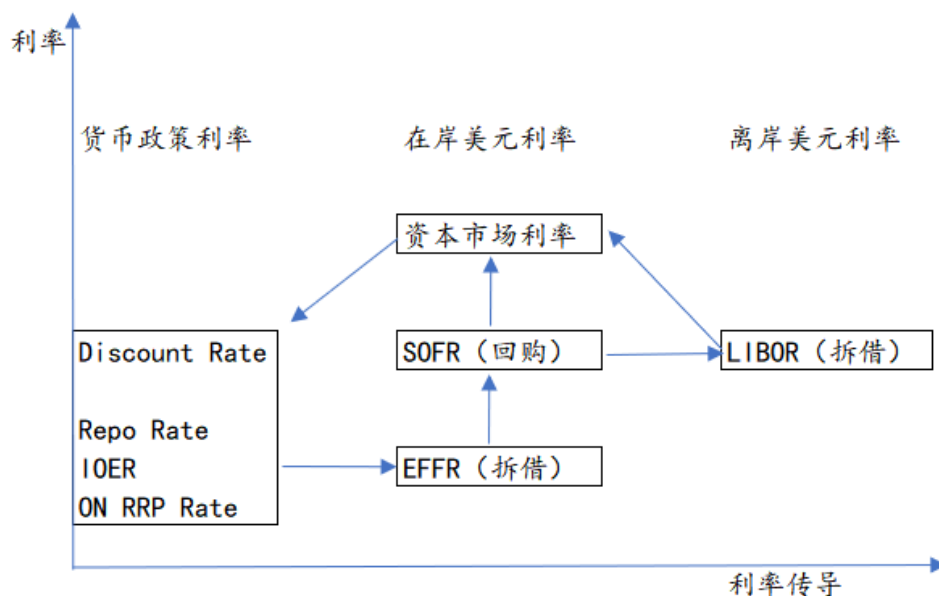
降息时美联储也会将贴现利率（Discount Rate）也下调。美联储贴现窗口的对手方是存款机构。为了惩罚存款机构，贴现窗口利率往往高于 FFR 目标上限，而且还会被美联储公开，这就造成贴现窗口的“污名效应”，客户和商务伙伴担心使用贴现窗口的银行流动性出现问题，可能终止合作。由于“污名效应”的存在，贴现窗口很少被使用，银行宁愿以高于贴现利率的成本在货币市场融资，贴现利率也就不能发挥 FFR 目标上限的作用。

此时，美联储只是预防性降息，美国经济基本面还比较健康，资金需求仍很旺盛，下限系统下，美联储不能保障一定能控制住 FFR，为此美联储曾与 2019 年 9 月 17 日重启回购操作（Repo），回购利率低于 FFR 目标上限，这样有利于控制 FFR 不突破目标上限。美联储回购操作的对手方是以证券公司为主的 24 家一级交易商。美联储还曾考虑过将回购常规化，这相当于将下限系统转为利率走廊系统，利率走廊上限是回购利率。但是突如其来的新冠肺炎疫情改变了一切。

为了应对疫情冲击，2020 年 3 月 3 日、3 月 15 日美联储共紧急降息 150 个基点，将 FFR 目标区间降至 0-0.25%，与此同时，IOER、ON RRP 利率分别下调至 0.1%、0%。和以前不同的是，贴现窗口的一级信贷利率（Primary Credit Rate）降至了 0.25%，而不是像以前一样高于 FFR 目标上限。之所以这么做，一方面可以降

低金融机构的融资成本，另一方面也减轻了贴现窗口的“污名效应”，因为此时银行使用贴现窗口，公众会认为它们只是贪图便宜的资金，并不是流动性出了问题。此外，美联储还进行大量回购操作，隔夜回购利率为 0.1%，与 IOER 一致。通过以上操作，美联储把 FFR 控制在 0-0.25%。

图1： 美元利率的传导



资料来源：新时代证券研究所

2、在岸美元流动性分层

美联储主要通过调控 FFR 来影响其他货币市场利率，有时也会直接干预其他货币市场利率。FFR 是没有担保的拆借利率，但是次贷危机之后，金融机构更偏向于有担保的资金拆借，联邦基金市场规模逐渐萎缩。2020 年 3 月以来，联邦基金市场每日交易规模只有几百亿美元，较 2008 年高点时的 4000 亿美元大幅减少。FFR 已不能代表整体金融机构的基准利率，对金融市场的参考价值也在减弱，美联储可能采取新的基准利率。

银行间隔夜融资利率（Overnight Bank Funding Rate, OBFR）是一个比较好的候选。OBFR 的计算基础是在联邦基金交易之外，增加了欧洲美元交易。虽然 OBFR 背后的交易规模较 FFR 增加了一倍，但规模仍然较小。更重要的是，次贷危机之后，金融机构更偏向于有担保的拆借资金。

回购市场逐渐成为美国最重要的货币市场，有担保，参与机构众多，交易规模大。回购市场主要的资金融出方有一级交易商、银行、货币市场基金、GSE 等，这些机构可以直接从美联储获得资金，不缺钱，资金融入方则有对冲基金等资产管理机构。纽约联储公布的有三个隔夜国债回购利率供市场参考，分别是三方一般担保利率（Tri-Party General Collateral Rate, TGCR）、广义一般担保利率（Broad General Collateral Rate, BGCR）、有抵押隔夜融资利率（Secured Overnight Financing Rate, SOFR）。三者涵盖的范围依次扩大，TGCR 是传统三方回购市场利率，BGCR 是在 TGCR 的基础上加上一般担保品回购（General Collateral Financing Repo）利率，SOFR 则是 TGCR 加上美国固定收益清算公司（Fixed Income Clearing Corporation，

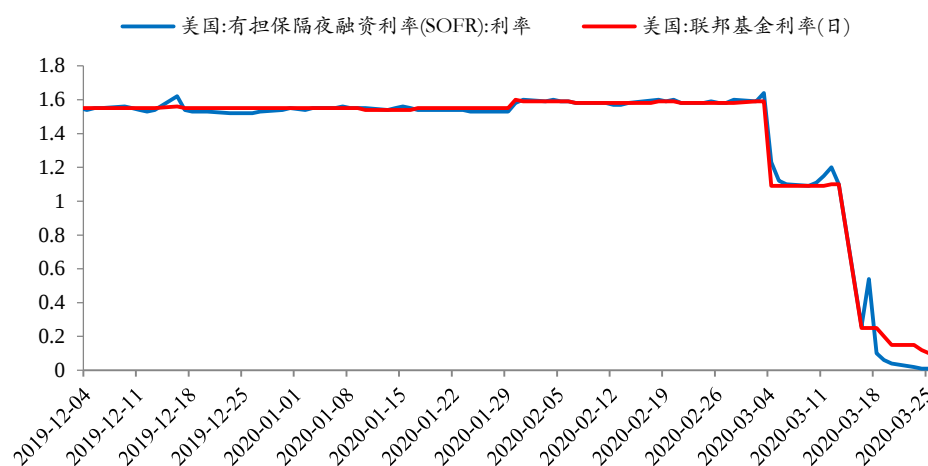
FICC)提供的双边回购交易利率而来。SOFR 市场有国债担保,而且参与机构众多,规模大,日均交易规模在1万亿美元以上,远高于EFFR、OBFR,SOFR逐渐成为市场基准利率。如果时机成熟,美联储可能将货币政策中间目标从FFR转向SOFR。

此次金融危机期间,FFR、OBFR比较稳定,但是SOFR波动较大。这说明银行等金融机构的流动性比较充足,同时有一些金融机构出现了流动性危机。次贷危机是从以银行为主的次级抵押贷款公司通过金融创新传导到其他金融机构。次贷危机之后,美国银行本身风险偏好下降,再加上各种法规对流动性、杠杆率、资本充足率的约束加强,美国银行被限制了跨业经营,对流动性的要求也比次贷危机前更高。疫情先引起市场局部恐慌,股票价格开始下跌,这导致对冲基金等资产管理机构需要补充保证金以及应对客户的赎回。然而由于法规限制以及风险偏好下降,流动性充足的银行并不愿意向对资产管理机构提供资金,这些资产管理机构只好抛售股票等各种资产,最终股价下跌和抛售资产形成负反馈。

对此,美联储采取的降息、量化宽松、一级交易商信贷便利(PDCF)、货币市场共同基金流动性工具(MMLF)等一系列措施,主要是用于补充回购市场资金融出方的流动性,但这些金融机构流动性充足,并不太需要美联储的救助,这从美联储的回购操作实施规模远低于限额可以看出。为了提高银行对其他金融机构以及实体经济提供资金的积极性,美联储在3月23日放松了银行总损失吸收能力指标(TLAC),3月26日又宣布临时放宽小型金融机构的监管规则,允许资产规模低于50亿美元的金融机构可以推迟30天发布财务报表。

美联储及美国政府在满足上游金融机构流动性的情况下,对中下游金融机构的资金支持力度还不是很大,现在只是在次贷危机后建立的防火墙上打几个洞。金融监管以及风险偏好下降,导致流动性分层问题并没有根本解决。当然,有一部分资产管理机构借助离岸美元市场,间接缓解了在岸美元的流动性风险。

图2: FFR 平稳,但 SOFR 波动加大



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

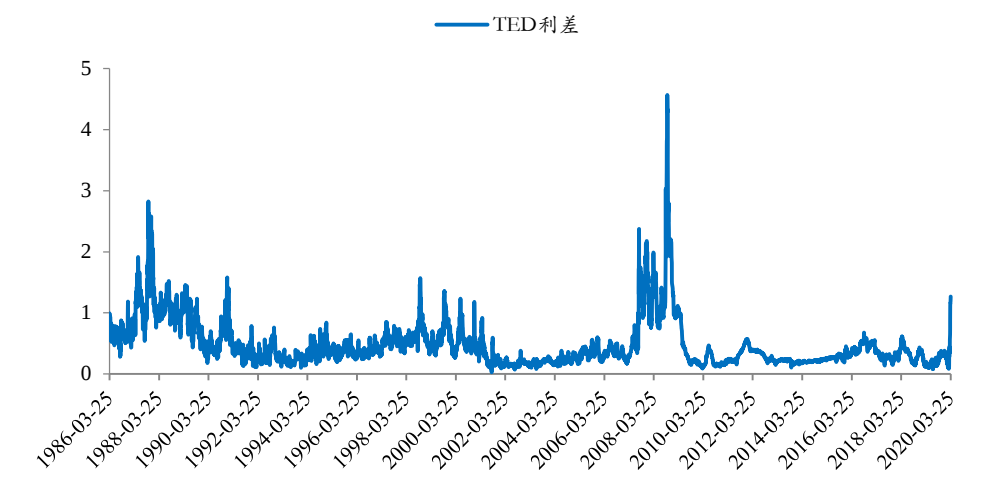
3、离岸美元需求的增加

虽然次贷危机后,由于无担保且丑闻不断,LIBOR 市场日益萎缩,但美元 LIBOR 仍是离岸美元市场重要的拆借利率。非美银行或者美国银行的海外分支可

以通过吸引存款、拆借、货币互换等方式获得美元资金，然后拆借给需要美元的全球金融机构和企业。

一些非美金融机构和企业会投资美国资本市场，一些美国金融机构和企业也会参与离岸美元市场，美国流动性危机会从在岸美元市场传导至离岸美元市场，这表现为 LIBOR-OIS 利差的扩大。对于美国来说，OIS（Overnight Indexed Swap）是指未来一段时期浮动的联邦基金利率（FFR）和预期固定的 FFR 的互换。OIS 利率特指互换中的固定利率。由于互换不存在本金交易，风险极低，OIS 利率可以代表未来一段时期无风险的 FFR 均值，LIBOR 和 FFR 市场都不存在抵押品，性质类似，LIBOR-OIS 利差可以用来衡量银行同业拆借的违约风险。一般情形下由于套利的存在，LIBOR-OIS 利差不会太大，一旦 LIBOR-OIS 利差扩大，这说明离岸美元融资的风险溢价上升。与之相似的 TED 利差（3 个月美元 LIBOR 与 3 个月美债收益率的利差）也能反映离岸美元融资信用风险，不出预料 TED 利差也在在岸美元流动性紧张期间扩大。

图3： 近期 TED 利差扩大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

次贷危机之后，风险较大的 LIBOR 市场逐渐收缩，而货币互换日益成为离岸美元融资的另一重要方式。货币互换有两种方式，分别是交叉货币基差互换（XCCY Basis Swap）与外汇互换（FX Swap），前者定期交换融入货币的利息，期初期末交换货币的汇率不变，后者不互换利息，期初期末交换货币的汇率变化。理论上，如果抛补利率平价（CIP）成立，互换货币基差应该为 0，但是由于监管等原因限制了套利，现实中 CIP 失效已久。在互换利息时，如果融出的货币比较紧俏，给对方的利息可以打折扣，就会产生负的基差，如果融出的货币相对不紧俏，给对方的利息需要加一些溢价，也就是产生正的基差。对于 FX Swap 而言，货币互换的利息已经体现在最终的汇率中，FX Swap 隐含的基差肯定和 XCCY Basis Swap 一致。

以 3 个月美元日元 XCCY Basis Swap 为例，互换双方需要期初期末约定相同的汇率互换日元和美元，融入日元方定期给对方的利息是 3 个月日元货币市场利息加上基差，如果美元紧俏，基差就是负值，如果日元紧俏基差就是正值。3 个月美元日元 FX Swap 是互换双方需要期初期末约定不同的汇率互换日元和美元，不再定期交换利息。

本次金融危机期间，非美资产管理机构也面临补充保证金、应对客户资金赎回，同时美国资产管理机构也有抛售海外资产弥补本土的资金需求，这样就导致美元需求增加。即使一些还没有遭受流动性危机的金融机构，也存在未雨绸缪提前增持美元现金的现象。从这点看，美元需求增加只是补充流动性的要求，并非因为美元是避险资产。美元指数不断走强的同时，日元、欧元和美元的货币互换基差也在扩大，这和 LIBOR-OIS 利差一样体现了美元的稀缺性。

为了应对离岸美元的流动性紧张，3 月 19 日美联储新增和澳大利亚、巴西、丹麦等 9 国央行的货币互换，以前已经和欧洲央行、英国央行、日本央行、加拿大央行、瑞士央行签有货币互换协议。之后，美元指数、美元 LIBOR 略有回落。

4、渐行渐近的债务危机

几乎所有的经济金融危机都是债务危机。经济金融危机初期是流动性危机，此次美联储的应对非常及时、有必要，避免了类似大萧条时期的不作为，阶段性缓解了金融机构的流动性风险。但是美国经济风险并没有解除，疫情对美国乃至全球经济的影响是短期的还是长期的，取决于是否引发债务危机。

美国不断通过减税、降息拉长经济周期，但是处于经济周期末端的美国经济已经很脆弱，债务负担加重的同时，盈利能力下降。长期的低利率刺激了企业债务扩张，2019 年三季度末美国企业杠杆率达到 75.3%，创历史新高，低等级信用债的规模也大幅上升，信用利差 2018 年三季度开始上升。与此同时，好的投资机会越来越少，加上减税效应减少，以及投资规模增加导致资本边际报酬递减，美股 EPS 增速 2018 年三季度开始持续下降。

疫情导致美国企业盈利受损、融资受限，美国企业面临巨大的债务风险，信用利差持续扩大。美国通过商业票据融资便利（CPFF）、一级市场企业信贷便利（PMCCF）、二级市场企业信贷便利（SMCCF）、财政刺激计划给与企业资金支持，缓解信用风险。未来美国的政策将是重点支持实体经济，在维持低利率、流动性充足的同时，还可能采取进一步的产业政策、财政政策。

美国企业的杠杆率已经很高，如果疫情严重影响企业盈利以及再融资，企业主动去杠杆，那将是经济衰退。如果疫情发展到不给企业主动去杠杆的机会，直接迫使企业被动去杠杆，这意味着经济危机的到来。即使美国能够平稳地度过这次疫情危机，处于周期之末的美国经济已是惊弓之鸟，债务危机的威胁时刻存在，稍有风吹草动，资本价格便会大幅波动。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6245

